



Dr. Klaus Bauknecht
klausdieter.bauknecht@ikb.de

Fazit: Die Konjunkturperspektive ändert sich und hellt sich auf, bei der Geldpolitik bleibt alles beim Alten. Zudem engen deutlich höhere Schuldenquoten infolge der Coronakrise den Handlungsspielraum der EZB ein.

In diesem Dilemma mögen niedrige Inflationsprognosen vielleicht sogar hilfreich sein: Denn solange Europa noch keine grundsätzliche Lösung für das Problem steigender Schuldenquoten gefunden hat, benötigen die betroffenen Länder anhaltend niedrige Zinsen.

Noch ist die Geldpolitik der EZB mit ihren Zielen bei der Verbraucherpreisinflation vereinbar, die Vermögenspreisentwicklungen laufen allerdings mehr und mehr aus dem Ruder.

Ein deutlich aufwertender Euro-Devisenkurs wäre angesichts seines Einflusses auf Wachstum und Inflation fatal. Allerdings ist eine nachhaltige Aufwertung des Euro eher unwahrscheinlich.

Geldpolitik und Konjunktur

Seit der letzten EZB-Sitzung gewinnt die Konjunktur in der Euro-Zone nach dem Lockdown wieder an Fahrt und erholt sich womöglich schneller als ursprünglich erwartet. Dies gilt sowohl für das Verarbeitende Gewerbe in Deutschland und die deutsche Wirtschaft wie für die Euro-Zone insgesamt. Doch das ist sicherlich kein Signal für eine Änderung der aktuellen Geldpolitik. Es zeigt eher, dass die Rückkehr des BIP auf das Vorkrisen-Niveau bis zum Jahr 2022 weiterhin von der EZB als plausibel angesehen wird. Was ebenfalls deutlich wird, ist eine Divergenz zwischen den Euro-Ländern bei Wachstum und Schuldenentwicklung – wie schon nach der Finanzkrise in den Jahren 2008 und 2009. Die deutsche Wirtschaft ist in der ersten Jahreshälfte 2020 nur etwa halb so stark eingebrochen wie die der südeuropäischen Euro-Staaten. Auch bleibt abzuwarten, wie stark die Aufholeffekte in Ländern mit bedeutender Tourismusindustrie im dritten und vierten Quartal sein werden.

Das schwächste systemrelevante Glied bestimmt die Geldpolitik in der Euro-Zone. Das ist Italien, möglicherweise bald gefolgt von Spanien und Frankreich. Die Erwartung, Reformen und fiskalische Disziplin könnten langfristig dafür sorgen, dass diese Länder wieder die Maastricht-Kriterien erfüllen, ist eher naiv. Schuldenquoten werden durch Wirtschaftswachstum reduziert. Doch bei nur moderatem Wachstum braucht es lange, damit sich Erfolge einstellen. Diese Erfahrung haben viele Euro-Länder mit hohen Schuldenquoten in den letzten Jahren gemacht, obwohl die Niedrigzinspolitik der EZB sie unterstützt hat. Selbst nach sieben Jahren Wirtschaftswachstum in der Euro-Zone ist es nur zu einer Stabilisierung der Schuldenquoten gekommen. Zum einen mag die Wirtschaftsdynamik zu niedrig gewesen sein, zum anderen fehlte es an fiskalischer Disziplin, die allerdings in Ländern mit schwachem Wachstum und hohen Schuldenquoten kaum durchzusetzen ist. Da Krisen, Rezessionen oder Konjunkturerinbrüche immer Teil der wirtschaftlichen Entwicklung sind, kann mit relativer Sicherheit davon ausgegangen werden, dass auch in Zukunft eine moderate Wirtschaftsdynamik alleine nicht ausreichen wird, die Schuldenfähigkeit vieler Euro-Staaten zu sichern – von einer Rückkehr zu den Maastrichtkriterien ganz zu schweigen.

Es ist an der Zeit, nachhaltige Lösungen für die Schuldenproblematik zu entwickeln und sich nicht hinter der Ankündigung zukünftiger Reformen und fiskalischer Disziplin zu verstecken. Nur so kann der Handlungsspielraum der EZB perspektivisch erweitert werden. Denn das gemeinsame Verständnis für fiskalische Disziplin, wie es im Maastricht-Vertrag besiegelt wurde, besteht nicht mehr. Angesichts der aktuellen Schuldenquoten, die in Italien bald womöglich 150 % des BIP erreichen werden, ist das Erreichen der damals vereinbarten Verschuldungsgrenzen auch nicht mehr realistisch. Der auf EU-Ebene finanzierte europäische Wiederaufbaufonds in Höhe von 750 Mrd. € ist ein erster Schritt in Richtung einer effektiven Lösung für die europäische Staatsschuldenthematik, auch wenn das Ausmaß der Transferzahlungen eher überschaubar ist. Ein großer Teil der Verantwortung für den Euro-Erhalt und die Schuldenfähigkeit bleibt deshalb bei der EZB, die durch Zinspolitik und Aufkaufprogramme noch auf Jahre eine extremst niedrige effektive Zinslast für die Staaten sicherstellt.

EZB Sitzung: Prognosen-Update

Immer wenn keine konkreten Veränderungen oder Maßnahmen von der Notenbank erwartet werden, fokussieren sich die Analysten auf die aktuellen Einschätzungen der EZB. So wurde heute vor allem darauf geachtet, wie die EZB auf die aktuellen Fed-Kommentare reagiert, und ob die EZB-Wachstumsprognosen etwas positiver ausfallen als zuvor. Die Prognosen für den geldpolitisch relevanten Zeitraum sind jedoch unverändert geblieben. Die EZB erwartet im nächsten Jahr ein BIP-Wachstum von 5,2 % und im Jahr 2022 von 3,3 %. Für dieses wurde die Wachstumsprognose für die Euro-Zone angehoben und liegt nun bei -8,7 %, was allerdings von geringer Bedeutung für die weitere Geldpolitik ist. So signalisiert die EZB, dass sie trotz der jüngsten Konjunkturdaten und ihrer beispiellosen Maßnahmen nach wie vor keine schnelle Erholung sieht. Die Risiken bleiben nach unten gerichtet. Dies wiederum spricht für deutlich steigende Schuldenquoten der Euro-Staaten.

Der limitierte Einfluss der EZB zeigt sich auch bei ihren Inflationsprognosen. Sie erwartet für die nächsten Jahre weiterhin eine Inflationsrate unter ihrer Zielmarke. Selbst für das Jahr 2022 wird eine Inflationsrate von „nur“ 1,3 % prognostiziert, auch wenn sie leicht nach oben angepasst wurde. Wenn die EZB ihre Politik ändert, dann dürfte sie eher noch expansiver als bisher werden. So ist auch die Betonung in der Pressemitteilung unverändert geblieben: *Risiken bleiben trotz ermutigender Konjunkturdaten nach unten gerichtet. Zinsen bleiben auf dem aktuellen oder einem niedrigeren Niveau ... und die EZB wird alles Nötige tun, um ihr geldpolitisches Ziel zu erreichen.* So setzt die EZB alles daran, trotz unveränderter geldpolitischer Maßnahmen das Momentum der geldpolitischen Lockerung beizubehalten und die Zinskurve damit relativ flach zu halten.

Weitere Aspekte aus der Pressekonferenz

- **Symmetrische Geldpolitik:** Die Fed hat jüngst betont, dass sie eine symmetrische Geldpolitik verfolgen will. Darunter versteht sie eine höhere Inflation zuzulassen, sofern die Zielmarke zuvor längere Zeit unterschritten wurde. Das kann Raum für eine expansivere Geldpolitik schaffen. EZB-Präsidentin Lagarde ist darauf nicht eingegangen. Die EZB hat in früheren Sitzungen und in der heutigen Pressemitteilung ein anderes Verständnis einer symmetrischen Geldpolitik zum Ausdruck gebracht. Sie bezieht sich auf eine symmetrische, gleiche Reaktion bei einer Über- bzw. Unterschreitung des Inflationsziels.
- **EUR-USD-Kurs:** EZB-Präsidentin Lagarde betonte explizit den Einfluss des Devisenkurses auf die Inflation. Grundsätzlich kann die EZB eine deutliche Euro-Aufwertung nicht zulassen, da dies einer bedeutenden geldpolitischen Strafung gleichkommt – gerade in der Euro-Zone, die eine relativ offene Volkswirtschaft darstellt. Mit den sich aufbauenden bzw. anhaltenden Risiken der Schuldentragfähigkeit einzelner Euro-Staaten bleibt es allerdings generell fraglich, ob der Euro nachhaltig gegenüber dem US-\$ aufwerten wird.
- **PEPP:** Um zu verhindern, dass gute Konjunkturdaten Spekulationen über eine frühzeitige Beendigung des PEPP-Programms fördern, definiert die EZB nun die Ziele dieses Krisenprogramms breiter und berücksichtigt unter anderem auch die Inflationsentwicklung.
- **Was braucht Europa?** Gemäß der EZB-Präsidentin benötigt die Euro-Zone eine stärkere Integration – im Bankensektor und bei den Finanzmärkten. Auch brauche Europa eine europäische Fiskal- und Investitionspolitik. Kurz: Europa brauche mehr Europa. Doch ist Europa dazu bereit? Divergierende Schuldendynamiken der Euro-Länder werden den Zusammenhalt Europas prüfen.

Tabelle 1: IKB-Zinsausblick, in %

	10. Sep.	Ende 2020	in 9M	Ende 2021
3M-Euribor	-0,49	-0,48	-0,48	-0,45
3M-USD-Libor	0,24	0,24	0,24	0,24
10-Jahre Bund	-0,45	-0,42	-0,40	-0,40
10-Jahre U.S. Treasury	0,71	0,70	0,72	0,75

Quellen: Deutsche Bundesbank; Federal Reserve Economic Data; IKB-Prognose

Disclaimer:

Diese Unterlage und die darin enthaltenen Informationen begründen weder einen Vertrag noch irgendeine Verpflichtung und sind von der IKB Deutsche Industriebank AG ausschließlich für (potenzielle) Kunden mit Sitz und Aufenthaltsort in Deutschland bestimmt, die auf Grund ihres Berufes/Aufgabenstellung mit Finanzinstrumenten vertraut sind und über gewisse Erfahrungen, Kenntnisse und Sachverstand verfügen, um unter Berücksichtigung der Informationen der IKB Deutsche Industriebank AG Entscheidungen über ihre Geldanlage und die Inanspruchnahme von Wertpapier(neben)dienstleistungen zu treffen und die damit verbundenen Risiken unter Berücksichtigung der Hinweise der IKB Deutsche Industriebank AG angemessen beurteilen zu können. Außerhalb Deutschlands ist eine Verbreitung untersagt und kann gesetzlich eingeschränkt oder verboten sein.

Die Inhalte dieser Unterlage stellen weder eine (i) Anlageberatung (ii) noch eine individuelle Anlageempfehlung oder (iii) eine Einladung zur Zeichnung oder (iv) ein Angebot zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder sonstigen Finanzinstrumenten dar. Die Unterlage wurde nicht mit der Absicht erarbeitet, einen rechtlichen, steuerlichen oder bilanziellen Rat zu geben. Es wird darauf hingewiesen, dass die steuerliche Behandlung einer Transaktion von den persönlichen Verhältnissen des jeweiligen Kunden abhängt und künftigen Änderungen unterworfen sein kann. Stellungnahmen und Prognosen stellen unverbindliche Werturteile zum Zeitpunkt der Erstellung der Unterlage dar. Die Angaben beziehen sich ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung der Unterlage. Eine Änderung der Meinung des Verfassers ist daher jederzeit möglich, ohne dass dies notwendigerweise publiziert wird. Die in der Unterlage zum Ausdruck gebrachten Meinungen spiegeln nicht zwangsläufig die Meinung der IKB wider. Prognosen zur zukünftigen Entwicklung geben Annahmen wieder, die sich in Zukunft als nicht richtig erweisen können; für Schäden, die durch die Verwendung der Unterlage oder von Teilen davon entstehen, wird nicht gehaftet.

Frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung.

Bei der Unterlage handelt es sich nicht um eine Finanzanalyse i.S.d. Art. 36 der Delegierten Verordnung (EU) 2017/565 oder Empfehlung i.S.d. Art. 3 Abs. 1 Nr. 35 Verordnung (EU) 596/2014.

Die vorliegende Unterlage ist urheberrechtlich geschützt. Das Bearbeiten oder Umarbeiten der Werbemitteilung ist untersagt. Die Verwendung oder Weitergabe der Unterlage in jeglicher Art und Weise an Dritte (z.B. Geschäftspartner oder Kunden) für gewerbliche Zwecke, auch auszugsweise, ist nur mit vorheriger schriftlicher Zustimmung der IKB Deutsche Industriebank AG zulässig.

Ansprechpartner in der IKB Deutsche Industriebank AG

40474 Düsseldorf
Wilhelm-Bötzkens-Straße 1
Telefon +49 211 8221-0

Volkswirtschaft
Telefon +49 211 8221-4118]

10. September 2020

Herausgeber: IKB Deutsche Industriebank AG

Rechtsform: Aktiengesellschaft

Sitz: Düsseldorf

Handelsregister: Amtsgericht Düsseldorf, HR B 1130

Vorsitzender des Aufsichtsrats: Dr. Karl-Gerhard Eick

Vorstand: Dr. Michael H. Wiedmann (Vorsitzender), Claus Momburg